

**FINANSIJSKI I MONETARNI
ASPEKTI MEĐUNARODNE
EKONOMIJE**

Lidija Madžar

Suzana Balaban

Milica Simić

Beograd, 2023. godine

prof. dr Lidija Madžar, doc. dr Suzana Balaban, doc. dr Milica Simić

**FINANSIJSKI I MONETARNI ASPEKTI MEĐUNARODNE
EKONOMIJE**

Izdavač

ALFA BK UNIVERZITET
Palmira Toljatija 3, Beograd

Za izdavača

prof. dr Jovan Veselinović

Urednik izdanja

prof. dr Marijana Joksimović

Recenzenti

prof. dr Marijana Joksimović

prof. dr Dragana Vojteški Kljenak

Lektura

Lektorski tim Alfa BK Univerziteta

Dizajn korica

prof. dr Lidija Madžar

Europe, pay, U.S.A.

Štampa

3D + doo Beograd

Tiraž

300

ISBN

978-86-6461-063-6

Copyright © 2023 Lidija Madžar, Suzana Balaban, Milica Simić

Sva prava su zadržana. All rights reserved.

Predgovor prvom izdanju

Ova knjiga je nastala sa namerom da se njenim čitaocima prikažu i pojasne najznačajniji i najaktuelniji pojmovi i kretanja u finansijskoj i monetarnoj sferi međunarodne ekonomije. U knjizi se na popularan, dinamičan i koncizan način prikazuje praksa odvijanja finansijske liberalizacije i integracije, opisuju se trenutne karakteristike i problemi funkcionisanja međunarodnog monetarnog sistema i razmatraju se rad i aktuelna dostignuća Međunarodnog monetarnog fonda i drugih relevantnih međunarodnih finansijskih institucija, uz detaljnu analizu važećih režima deviznih kurseva i uloge platnog bilansa zemlje u savremenim monetarnim procesima. Ovo su utoliko važnije teme ukoliko se uzme u obzir činjenica da međunarodne finansije imaju ključnu ulogu u odvijanju međunarodne trgovine robom, uslugama i drugim faktorima proizvodnje, u određivanju deviznih kurseva i relativne vrednosti valuta, poređenju karakteristika poslovnog ambijenta među zemljama, kao i u određivanju kvaliteta funkcionisanja inostranih tržišta i ekonomskog položaja zemlje na globalnoj *pozornici*. Globalne finansije su prerasle u sastavni deo savremenog finansijskog *sveta*, obuhvatajući sve monetarne i finansijske interakcije između dve ili više zemalja. Kao takve, međunarodne finansije obuhvataju istraživanje finansijskog okvira globalne privrede, relevantnih finansijskih organizacija i fiskalnih propisa, sa posebnim akcentom na analizu strukture i funkcionisanja deviznih kurseva, tokova stranih direktnih investicija i uloge monetarne politike u različitim režimima deviznog kursa. Posebno bogatstvo ove knjige ogleda se u njenom sadržajnom i jezgrovitom pristupu, kao i u kritičkom stavu prema aktuelnim kretanjima u međunarodnim finansijskim tokovima i institucijama.

Ova knjiga je druga u nizu iz planirane edicije udžbenika Fakulteta za finansije, bankarstvo i reviziju Alfa BK univerziteta posvećenih izučavanju raznolikih aspekata međunarodne ekonomije. Pri tome je prva knjiga iz ovog kompleta udžbenika bila objavljena 2022. godine pod nazivom *Trgovinski aspekti međunarodne ekonomije* i pod autorstvom doc. dr Lidije Madžar. Ovaj udžbenik je prevashodno namenjen studentima druge i četvrte godine osnovnih i studentima master akademskih studija Fakulteta za finansije, bankarstvo i reviziju Alfa BK univerziteta, ali može biti poučna i stručnjacima iz raznih naučnih oblasti, novinarima, donosiocima odluka, kao i široj čitalačkoj publici, zainteresovanoj za proučavanje aktuelnih fenomena i trendova u globalnoj ekonomiji i međunarodnim finansijskim tokovima. Udžbenik pruža novi uvid u pitanja finansijske globalizacije, liberalizacije i integracije, kao i u ulogu najvažnijih globalnih finansijskih institucija u ovim

procesima. Naredne knjige iz ove edicije biće posvećene proučavanju investicionih, tehnoloških, informacionih, ekoloških, energetske i drugih aspekata međunarodne ekonomije. Kao takav, ovaj udžbenik pokriva sve relevantne finansijske aspekte međunarodnih ekonomskih tokova u nameri da približi svojim čitaocima koncepciju i efekte globalne finansijske liberalizacije i integracije, razvoja i funkcionisanja međunarodnog monetarnog sistema, delovanja Međunarodnog monetarnog fonda i njegovih instrumenata kreditiranja, registrovanja transakcija u platnom bilansu, kao i da objasni misiju i ciljeve delovanja niza pratećih međunarodnih finansijskih organizacija koje upotpunjuju funkcionisanje multilateralnog finansijskog sistema.

Autorke se zahvaljuju svima koji su dali bezrezervnu podršku i pomogli u pisanju i objavljivanju ovog udžbenika, a posebno recenzentima prof. dr Marijani Joksimović i prof. dr Dragani Vojteški Kljenak na korisnim savetima, dobronamernim sugestijama i nesebičnoj pomoći. Autorke se takođe zahvaljuju i članovima svojih porodica na nesebičnoj podršci i ukazanom strpljenju prilikom pisanja ove knjige.

Lidija Madžar

Suzana Balaban

Milica Simić

U Beogradu, 21. juna 2023. godine

Sadržaj

Predgovor prvom izdanju.....	4
Sadržaj	6
Spisak slika	11
Spisak tabela	11
I Glava Finansijska liberalizacija.....	15
1.1. Uvod.....	16
1.2. Prednosti finansijske liberalizacije.....	17
1.3. Nedostaci finansijske liberalizacije.....	23
1.3.1. <i>Finansijska krhkost</i> i sklonost ka krizama	24
1.3.2. Deflacija i razvojni efekti.....	26
1.4. Ekonomski, finansijski i drugi <i>mehuri</i>	28
1.4.1. Najznačajnije vrste ekonomskih <i>mehura</i>	30
1.4.2. Najznačajniji primeri <i>ekonomskih mehura</i>	31
1.5. Globalizacija i finansijska integracija	33
1.5.1. Karakteristike globalnih tokova kapitala	34
1.5.2. Uzroci i posledice tokova kapitala	35
1.6. Globalizacija i međunarodne investicije	37
Ključni pojmovi	38
Pitanja za proveru znanja	39
Literatura.....	40
.....	43
II Glava Međunarodni monetarni sistem	45
2.1. Uvod.....	46
2.2. Trenutne karakteristike i strukturne promene međunarodnog monetarnog sistema	48
2.2.1. Uloga Kine u međunarodnom finansijskom sistemu	51

2.2.2. Uloga Rusije u međunarodnom finansijskom sistemu.....	53
2.3. Evolucija sistema plaćanja	57
2.3.1. Uvođenje zlatnog standarda.....	58
2.3.2. Zlatni standard	60
2.4. Period od ukidanja Zlatnog standarda do Bretonvudskog monetarnog sistema	62
2.5. Bretonvudski monetarni sistem.....	63
2.6. Uloga Međunarodnog monetarnog fonda u međunarodnom monetarnom sistemu	70
2.7. Kritike na račun savremenog delovanja Međunarodnog monetarnog fonda	72
Ključni pojmovi	76
Pitanja za proveru znanja	77
Literatura.....	78
.....	81
III Glava Međunarodni monetarni fond	83
3.1. Uvod.....	84
3.2. Struktura upravljanja Međunarodnim monetarnim fondom	85
3.3. Postupak zaduživanja kod Međunarodnog monetarnog fonda	88
3.4. Politika uslovljavanja Međunarodnog monetarnog fonda	92
3.5. Aktuelni zajmovi Međunarodnog monetarnog fonda	95
3.5.1. Stand-by aranžman.....	97
3.5.2. Stand-by kreditni instrument.....	98
3.5.3. Prošireni instrument za finansiranje.....	100
3.5.4. Prošireni kreditni instrument.....	101
3.5.5. Fleksibilna kreditna linija.....	103
3.5.6. Linija za predostrožnost i likvidnost.....	105
3.5.7. Instrument za brzo finansiranje.....	107
3.5.8. Instrument za brzo kreditiranje	109
3.6. Vrste deviznih kurseva.....	110
3.6.1. Fiksni devizni kurs.....	113

3.6.2. Fleksibilni devizni kursevi	115
3.6.3. Puzeći devizni kurs	118
3.6.4. Realni devizni kurs	120
3.7. Aktuelni aranžmani deviznih kurseva članica MMF-a	122
3.7.1. Dolarizacija	122
3.7.2. Valutni odbor	123
3.7.3. Rukovođeno fluktuiranje.....	127
3.7.4. Nezavisno fluktuiranje	127
3.7.5. Konvencionalni aranžmani fiksnog vezivanja	127
3.7.6. Vezani kursevi sa horizontalnim ograničenjima	127
3.7.7. Puzeći devizni kurs	127
3.7.8. Devizni kurs sa puzajućim ograničenjima	128
3.7.9. Monitoring koridor.....	128
3.8. Politika deviznog kursa Srbije	131
3.9. Intervencije centralne banke na deviznom tržištu.....	131
Ključni pojmovi	134
Pitanja za proveru znanja	134
Literatura.....	136
.....	141
IV Glava Platni bilans.....	143
4.1. Uvod.....	144
4.2. Pojam platnog bilansa	145
4.3. Funkcije platnog bilansa	150
4.4. Računi platnog bilansa.....	152
4.4.1. Tekući bilans.....	153
4.4.2. Bilans kapitalnih transakcija	158
4.4.3. Neto greške i propusti	162
4.5. Vrste transakcija koje se obuhvataju u platnom bilansu	162

4.6. Interpretacija platnog bilansa	163
4.7. Večita dilema: Finansirati ili prilagođavati platni bilans	164
Ključni pojmovi	168
Pitanja za proveru znanja	168
Literatura.....	169
.....	173
V Glava Ostale međunarodne finansijske organizacije	175
5.1. Banka za međunarodna poravnanja	176
5.1.1. Organizacija i upravljanje BIS bankom	178
5.1.2. Departmani BIS banke	181
5.1.3. Kreiranje međunarodnih bankarskih pravila.....	182
5.1.4. Uloga Bazelskog komiteta za superviziju banaka.....	184
5.1.5. Bazelski standardi	185
5.1.5.1. Bazel I.....	186
5.1.5.2. Bazel II.....	187
5.1.5.3. Bazel III	190
5.2. Međunarodna banka za obnovu i razvoj	193
5.2.1. Organi Međunarodne banke za obnovu i razvoj	197
5.2.2. Kritike na račun rada Svetske banke.....	198
5.2.3. Međunarodno udruženje za razvoj.....	200
5.2.4. Ostale članice Grupe Svetske banke	202
5.3. Azijska banka za infrastrukturna ulaganja	204
5.3.1. Upravljačka struktura Azijske banke za infrastrukturna ulaganja	206
5.3.2. Oblasti delovanja Azijske banke za infrastrukturna ulaganja	207
5.4. Nova razvojna banka.....	208
5.4.1. Organi upravljanja Novom razvojnom bankom.....	209
5.4.2. Motivi osnivanja Nove razvojne banke.....	210
Ključni pojmovi	213

Finansijski i monetarni aspekti međunarodne ekonomije

Pitanja za proveru znanja	214
Literatura.....	215
O autorkama knjige.....	221

Spisak slika

<i>Slika 1. Učešće svetskih valuta u korpi SPV 2016. godine</i>	<i>67</i>
<i>Slika 2. Organizaciona struktura Međunarodnog monetarnog fonda</i>	<i>88</i>
<i>Slika 3. Rast opštih kvota MMF-a posmatran po decenijama i periodima njihove revizije</i>	<i>89</i>
<i>Slika 4. Mehanizam fiksnog deviznog kursa</i>	<i>115</i>
<i>Slika 5. Mehanizam fleksibilnog deviznog kursa</i>	<i>117</i>
<i>Slika 6. Režim puzećeg deviznog kursa</i>	<i>119</i>
<i>Slika 7. Struktura platnog bilansa Srbije prema metodologiji NBS.....</i>	<i>153</i>
<i>Slika 8. Deficit tekućeg bilansa kao % BDP-a za zemlje Zapadnog Balkana</i>	<i>155</i>
<i>Slika 9. Uticaj devalvacije valute na trgovinski bilans – efekat J-krive</i>	<i>157</i>
<i>Slika 10. Zgrada Svetske banke u Vašingtonu</i>	<i>196</i>
<i>Slika 11. Grupa Svetske banke</i>	<i>197</i>
<i>Slika 12. Članice IDA-e</i>	<i>201</i>
<i>Slika 13. Klasifikacija zemalja Svetske banke prema nivou dohotka.....</i>	<i>204</i>

Spisak tabela

<i>Tabela 1. Platni bilans Srbije u periodu od 2013. do 2022. godine, u milionima eura</i>	<i>149</i>
<i>Tabela 2. Nivo stranih direktnih investicija i portfolio investicija u Republici Srbiji (izraženo u US\$)</i>	<i>159</i>
<i>Tabela 3. Diferencijacija tekućeg i kapitalnog bilansa</i>	<i>159</i>

I GLAVA

Finansijska liberalizacija



I Glava Finansijska liberalizacija

Student će savladavanjem ove nastavne glave biti u prilici da:

- razume razliku između pojmova finansijske liberalizacije i ekonomske liberalizacije,
- shvati ciljeve i efekte sprovođenja finansijske i ekonomske liberalizacije,
- sagleda prednosti i mane sprovođenja finansijske liberalizacije,
- objasni uticaj finansijske liberalizacije na pojavu finansijske krize,
- spozna i druge uzročnike pojave finansijske krize,
- razume ulogu regulatornog nadzora u prevenciji nastanka finansijske krize,
- pronikne u pozitivne i negativne efekte procesa finansijske liberalizacije,
- shvati ključne makroekonomske posledice procesa finansijske liberalizacije,
- razume ulogu fiskalnog deficita u razvojnoj putanji zemlje,
- sagleda uzroke, posledice i razvojne etape pojave ekonomskih *mehura*,
- prepozna razliku između ekonomskih, finansijskih, robnih, kreditnih i drugih tržišnih *mehura*,
- sagleda uzroke i posledice *pucanja mehura*,
- se upozna sa najznačajnijim primerima ekonomskih *mehura* iz prakse,
- razume uticaj procesa globalizacije na rastuću finansijsku integraciju u svetu,
- spozna uzroke, posledice, motivaciju i karakteristike savremenih tokova kapitala,
- sagleda spoljne i unutrašnje faktore priliva stranog kapitala u zemljama u razvoju,
- razazna uticaj savremenih tokova kapitala na makroekonomsku politiku zemlje i
- prepozna vezu između globalizacije i međunarodnih ulaganja.

I Glava Finansijska liberalizacija

1.1. Uvod

Finansijska liberalizacija (financial liberalization) se odnosi na mere koje su usmerene na ublažavanje ili potpuno ukidanje regulatorne kontrole nad institucionalnim strukturama, instrumentima i aktivnostima u različitim segmentima finansijskog sektora. Ovaj se pojam može odnositi kako na unutrašnje, tako i na spoljne mere finansijske liberalizacije. Obično je liberalizacija finansijskog sektora u **zemljama u razvoju (developing countries)** povezana sa merama osmišljenim sa ciljem podsticanja veće nezavisnosti centralne banke, ublažavanja *finansijske represije oslobađanjem* kamatnih stopa i uvođenjem finansijskih inovacija, smanjenja namenskih i subvencionisanih kredita, kao i omogućavanja veće slobode u kretanju spoljnih tokova kapitala u raznim njegovim oblicima (Ghosh, 2005, str. 1).

Drugi izvor literature navodi da se pojam finansijske liberalizacije koristi za označavanje čitavog niza mera poput nezavisnosti centralne banke od vlade, potpune slobode ulaska i izlaska finansijskih tokova iz privrede koja može dovesti i do potpune konvertibilnosti valute, napuštanja kreditiranja prioritetnih sektora privrede, napuštanja šema diferenciranih kamatnih stopa nametnutih od strane centralnih monetarnih vlasti, podsticanja potpune slobode banaka u ostvarivanju profita, ukidanja vladinih finansijskih direktiva, ukidanja ograničenja na vlasništvo nad bankama, omogućavanja stranog vlasništva nad finansijskim institucijama i dr. Ove se mere ne javljaju uvek zajedno i ne ispoljavaju se uvek u svom maksimalnom obimu i intenzitetu. Ipak, nezavisno od redosleda njihovog preduzimanja, preovlađujućih oblika i same strategije finansijske liberalizacije, njen cilj je da se u konačnici realizuje navedeni skup mera (Patnaik, 2011).

Pošto se finansijska liberalizacija sastoji od pomenutih mera, rasprava o njoj se svodi na njihovu poželjnost ili neprihvatljivost. U tom smislu se u literaturi naveliko raspravlja o tome da li je autonomija centralne banke poželjna ili ne, da li država treba da ima isključivo ili većinsko vlasništvo nad bankama, da li uopšte treba omogućiti privatno vlasništvo nad finansijskim institucijama, da li uopšte treba kreditirati prioritetne sektore privrede ili ne, da li kontrola nad kamatnim stopama podcenjuje oskudicu kapitala ili ne i dr. Zbog ovih i drugih kontroverznih pitanja, proces finansijske liberalizacije često nije u potpunosti shvaćen u praksi. U svakom slučaju, cilj finansijske liberalizacije svodi se na *oslobađanje* finansijskih tokova od kontrole države, pri čemu se često može javiti i paradoksalna

situacija u sklopu koje finansijski tokovi mogu preuzeti kontrolu nad odlukama same države (Patnaik, 2011).

Finansijska liberalizacija je često praćena i **ekonomskom liberalizacijom (economic liberalization)**, odnosno **liberalizacijom privrede** pod kojom se podrazumeva smanjenje uticaja i intenziteta vladinih propisa i ograničenja u privredi u zamenu za intenzivnije učešće i veću slobodu privatnih poslovnih subjekata. U politici se doktrina ekonomske liberalizacije vezuje za koncept klasičnog liberalizma i neoliberalizma. Ukratko rečeno, liberalizacija je uklanjanje kontrole države nad privrednim tokovima i sprovodi se sa ciljem podsticanja privrednog razvoja. Mnoge su zemlje tokom 80-tih i 90-tih godina prošlog veka krenule putem liberalizacije svojih privreda sa ciljem povećanja svoje globalne konkurentnosti i poboljšanja poslovnog okruženja. Politike liberalizacije često uključuju delimičnu ili potpunu privatizaciju državnih institucija i imovine u državnom vlasništvu, veću fleksibilnost tržišta rada, niže poreske stope za poslovne entitete, manja ograničenja na ulaganja domaćeg i stranog kapitala, *otvaranje* tržišta i sl. Ekonomska liberalizacija se često tretira i kao sinonim za brzo prilagođavanje, otvorenost i spremnost na promene. U **zemljama u razvoju (developing countries)** se ovaj pojam obično odnosi na dalje *otvaranje* njihovih privreda prema svetu, stranom kapitalu i ulaganjima iz inostranstva. Danas su mnoge zemlje u razvoju (ZUR) i siromašne zemlje liberalizovale svoje privrede privatizacijom ključnih industrijskih grana da bi ostale konkurentne u privlačenju i zadržavanju domaćih i stranih izvora ulaganja na globalnom tržištu. Pri tome se sprovođenje ekonomskih reformi javlja kao nužan preduslov za ekonomsku i finansijsku liberalizaciju.

1.2. Prednosti finansijske liberalizacije

Liberalizacija u zemljama u razvoju obično pruža nove mogućnosti investitorima za povećanje diversifikacije njihovih investicionih portfelja i profita. Podsećanja radi, ekonomska liberalizacija, to jest liberalizacija privrede je pojam koji se odnosi na *otvaranje* privrede date zemlje prema ostatku sveta u pogledu trgovine, važećih propisa, oporezivanja, ulaganja i drugih oblasti koje utiču na njenu *poslovnu klimu*. U vidu opšteg pravila, uslovi poslovanja i investiranja određuju meru, odnosno stepen ekonomske liberalizacije neke zemlje. Sve su razvijene zemlje sveta već prošle kroz proces liberalizacije, dok bi većina ZUR tek trebalo da preduzme niz ozbiljnijih reformskih poduhvata u tom pravcu. Svaka ekonomska i finansijska liberalizacija donosi i svoje **efekte**, među kojima se izdvajaju sledeći (Nguyen, 2021):

1. **Uklanjanje barijera ulaganju međunarodnog kapitala** – ulaganje u ZUR ponekada može biti nemoguć zadatak ako neka zemlja ima nametnute prepreke za ulazak inostranog kapitala. Ove prepreke mogu uključivati poreske zakone, nametanje ograničenja na strana ulaganja, razna pravna pitanja i računovodstvene propise, što sve može otežati ili onemogućiti pristup stranog kapitala nekoj zemlji. Proces finansijske i ekonomske liberalizacije obično započinje *ublažavanjem* ovih barijera i odustajanjem ekonomskih vlasti od kontrolisanja privrede. Ova odluka je često praćena i nekim oblikom deregulacije poslovanja i privatizacijom državnih kompanija.
2. **Neograničeni protok kapitala** – u primarne ciljeve procesa finansijske liberalizacije spadaju omogućavanje slobodnog protoka kapitala između različitih zemalja, efikasna alokacija resursa i ostvarivanje konkurentne prednosti. Ovo se obično sprovodi uklanjanjem mera protekcionističkih trgovinskih politika, kao što su carine, uvozne i izvozne kvote i robni kontingenti, dobrovoljna izvozna ograničenja, razni zakoni i propisi iz oblasti trgovine, važeći standardi i druge trgovinske barijere. Jedan od glavnih efekata povećanog priliva kapitala u zemlju je u tome što na taj način domaće kompanije stiču pristup jeftinijem kapitalu investitora. Pri tome niži troškovi kapitala omogućuju kompanijama da preduzimaju profitabilne projekte koje možda ne bi bile u stanju da sprovedu u slučaju viših troškova kapitala i odsustva liberalizacije, što sve posledično dovodi i do viših stopa rasta privrede.
3. **Razvoj finansijskog tržišta** – u opštem smislu, kada zemlja uđe u proces liberalizacije, dolazi i do rasta tržišne vrednosti berzanskih finansijskih instrumenata. Investitori i menadžeri fondova kreću u potragu za novim profitnim mogućnostima. Ovakva situacija postaje slična iščekivanju i dotoku novca u inicijalnu javnu ponudu. Privatna kompanija, koja je ranije bila nedostupna stranim investitorima, sada prerasta u oblast njihovog velikog interesovanja, dok ova situacija obično dovodi do rasta njene tržišne vrednosti i sličnih obrazaca tokova novca. Međutim, početni entuzijazam na kraju najčešće *zamire*, dok se prinosi u sve većoj meri smanjuju i uprosečuju.
4. **Smanjenje političkog rizika** – liberalizacija smanjuje i politički rizik, odnosno rizik zemlje za ulagače. Da bi vlada nastavila da privlači više stranih ulaganja, takođe se moraju ojačati i oblasti koje direktno utiču na *poslovnu klimu* u zemlji kao što su pravni okvir za rešavanje sporova, pravični i primenljivi zakoni o izvršenju ugovora, kvalitetni i kredibilni imovinski propisi, kao i drugi propisi koji podstiču predvidivost i poslovno poverenje preduzeća i investitora. U ovom kontekstu se takođe i državna birokratija javlja kao jedan od ciljeva čije bi poslovanje trebalo pojednostaviti i poboljšati u procesu finansijske liberalizacije. Sve ove

promene zajedno posmatrano smanjuju politički rizik za investitore i povećavaju predvidivost uslova poslovanja. Pored toga, niži nivo rizika zemlje dovodi i do razvoja **tržišta akcija (stock market)** i drugih hartija od vrednosti u liberalizovanoj zemlji u kojoj nestaju barijere trgovini, slobodnom protoku kapitala i ulaganjima pre svega inostranog, ali i domaćeg kapitala.

5. **Diversifikacija imovine investitora** – investitori mogu imati koristi od mogućnosti da ulažu deo svog investicionog portfelja u diversifikovanu imovinu. Generalno posmatrano, iako ukupan rizik ulaganja u ZUR može biti veći od prosečnog rizika, ulaganje u veći broj **hartija od vrednosti (securities)** može smanjiti ukupan rizik investicionog portfolia. Međutim, visok stepen finansijske liberalizacije i integracije može dovesti i do povećanog rizika od *prelivanja* efekata krize iz drugih zemalja na posmatranu zemlju. Ovo se upravo i dogodilo tokom nedavne Globalne finansijske i ekonomske krize iz 2007. i 2008. godine kada su slabije zemlje unutar Evropske unije (European Union-EU) poput Grčke počele da se suočavaju sa ozbiljnim finansijskim problemima koji su se ubrzo proširili i na druge članice EU. U ovom slučaju ulaganje u nekoliko različitih zemalja članica EU ne bi donelo velike koristi od diversifikacije investicionog portfelja jer je visok nivo ekonomske integracije između članica EU zapravo povećao korelaciju investicionih rizika, kao i rizik od *prelivanja* efekata krize.

Ekonomska liberalizacija se generalno smatra korisnim i poželjnim procesom za **zemlje sa tržištima u nastajanju (emerging countries)** i zemlje u razvoju. Njen osnovni cilj svodi se na omogućavanje neograničenog protoka kapitala u i iz posmatrane zemlje da bi se podstakao njen privredni rast, ali i efikasnost poslovanja unutar matične zemlje. Konačni efekti liberalizacije predstavljaju delokrug interesovanja svakog investitora jer pružaju nove mogućnosti za diversifikaciju njihovog imovinskog portfolia i ostvarivanje većeg profita.

Kao što smo videli, finansijska liberalizacija je često povezana i sa pojmom **finansijske krize (financial crisis)**. Finansijska liberalizacija, a posebno deregulacija kamatnih stopa predstavljaju sredstvo za ostvarivanje visokog privrednog rasta podstaknutog štednjom i investicijama. Štaviše, **finansijske reforme (financial reforms)** mogu podstaći finansijski razvoj, koji dalje mobilise štednju, ulaganja i privredni rast. Poznato je da politika *finansijske represije* poput niskih kamatnih stopa podstiče preuzimanje prevelikog rizika jer banke u takvim okolnostima pokušavaju da zarade veće prinose, uz mogućnost izazivanja finansijske krize. Stoga se može reći da liberalizacija kamatnih stopa obezbeđuje likvidnost, čime se smanjuje

verovatnoća od izazivanja finansijske krize. Sa druge strane, kritičari koncepta finansijske liberalizacije tvrde da ona može povećati verovatnoću nastanka finansijske krize jer ohrabruje banke i druge finansijske institucije na preuzimanje viših rizika tokom svojih redovnih aktivnosti kreditiranja i pozajmljivanja sredstava sa ciljem sticanja većih prinosa. Pored toga i viši nivo finansijskog razvoja može povećati konkurenciju između subjekata datog finansijskog sektora, što zauzvrat može smanjiti profit i dovesti do preuzimanja većih rizika. Priliv kapitala u zemlji sa nerazvijenim finansijskim sistemom može da izazove i nagli rast bankarskih kredita, koji sa svoje strane mogu dovesti do pojave finansijske krize ako se sredstva pozajmljuju nesolventnim dužnicima.

Iskustva savremenih zemalja ukazuju na to da su finansijske reforme dovele do negativnih efekata u nekim zemljama, koji su se ogledali u problemima u funkcionisanju njihovog finansijskog sektora. U takvim je okolnostima često dolazilo i do pojave *talasa* bankrotstva komercijalnih banaka. Ovi neuspesi bili su mahom uzrokovani slabim regulatornim i zakonskim okvirima, što dalje ukazuje na činjenicu da politika finansijske liberalizacije treba da budu praćena jačanjem zakona, propisa i adekvatnim nadzorom nad funkcionisanjem privrede i finansijskog sektora (Moyo & Le Roux, 2020, str. 477-479).

Finansijska liberalizacija je ipak u mnogim zemljama doprinela privrednom razvoju i podsticanju štednje i ulaganja. Njene prednosti bi u najkraćem mogle da se opišu kroz (Ghosh, 2005, str. 7-10):

- **rast fleksibilnosti bankarskih i finansijskih institucija** u uslovima kreiranja kredita, ulaganja i proliferacije, odnosno prodora novih finansijskih institucija poput **hedž fondova (hedge funds)**, **penzionih fondova (pension funds)**, **uzajamnih fondova (mutual funds)** i drugih institucionalnih investitora,
- **stvaranje mogućnosti za uvođenje i razvoj finansijskih inovacija** poput sasvim novih finansijskih instrumenata i derivata, kao što su **svopovi (swaps)**, **opcije (options)** i **fjučersi (futures)**, inače samostalno kreiranih od strane finansijskog sistema u virtuelnom obliku,
- **rast konkurencije među bankama** i njihovu težnju za ostvarivanjem većih prinosa i profita,
- **rast sekjuritizacije, odnosno tokova kapitala u obliku akcija (stocks), obveznica (bonds)** i drugih vlasničkih i imovinskih vrednosnih papira,
- **ogroman i nezapamćeni rast međunarodne likvidnosti,**

- **rast prekograničnih tokova kapitala**, a time i ulaganja i otvaranja novih radnih mesta,
- **rast integracije različitih imovinskih tržišta** na kojima se odvija trgovina **dugovima (debts)**, **raznim hartijama od vrednosti (securities)** i **valutama (currencies)** i
- **finansijsku integraciju i dostupnost raspoloživih finansijskih sredstava iz raznih finansijskih centara globalne privrede.**

Međutim, trenutna uloga međunarodnih finansija u kritičnoj je vezi sa načinom na koji je finansijski kapital uopšte počeo da dominira globalnom privredom, kao i sa ulogom prekograničnih tokova kapitala u procesu globalizacije. Moglo bi se reći da je sam globalni finansijski sistem tako koncipiran da s vremena na vreme generiše finansijske krize. Finansijska liberalizacija je najpre dovela do pojave sasvim novih finansijskih institucija i **institucionalnih investitora (institutional investors)** poput hedž fondova, uzajamnih fondova, penzionih fondova, raznih zadužbina i tome slično koji, za razliku od banaka, nisu bili predmet regulatornog nadzora. Finansijska liberalizacija je takođe otvorila i *prostor* za pojavu i razvoj novih spekulativnih i rizičnih finansijskih instrumenata i derivata putem kojih su ostvarivane rizične investicione transakcije. Konačno, došlo je i do rasta tržišne konkurencije i *apetita* samih banaka za prisvajanjem što većih prinosa i profita. Rezultati istraživanja (Cubillas i González, 2012, p. 2) evidentno ukazuju na to da ova pojava kroz različite kanale povećava rizik koji banke preuzimaju i u razvijenim i u zemljama u razvoju. Finansijska liberalizacija podstiče jaču konkurenciju među bankama, koja dalje afirmativno deluje na preuzimanje rizika u razvijenim zemljama, dok u ZUR ona stvara rizik bankarskog poslovanja generalnim širenjem mogućnosti za preuzimanjem rizika. Iako zahtevi kapitalne adekvatnosti pomažu u smanjenju negativnog uticaja finansijske liberalizacije na finansijsku stabilnost, postoji jasna potreba za jačim nadzorom i finansijskom transparentnošću sa ciljem stabilizacije finansijskog tržišta (Cubillas & González, 2012, str. 2).

Pored toga, masovan rast međunarodne finansijske likvidnosti podstakao je mnoge banke i nebankarske finansijske institucije na to da stalno tragaju za novim finansijskim i investicionim poduhvatima. Globalni kapital je stoga polako počeo da se usmerava ka tržištima u nastajanju i zemljama u razvoju, a posebno ka onim državama koje su brzo liberalizovale svoje prekogranične tokove kapitala i propise o konverziji svoje u strane valute. Rezultati svih ovih procesa ogledali su se u mnoštvu novih finansijskih sredstava i instrumenata u ZUR, koji su se karakterisali višim kamatnih stopama srazmernim i većim rizicima ulaganja. Sa druge strane, veći percipirani rizik ulaganja i viši prinosi na finansijske instrumente u ZUR pružili su osnovu za

pojavu čitavog niza novih finansijskih derivata koji su nudili zaštitu od rizika na različitim tržištima, od kojih je svako obećavalo visoke prinose. Tako je globalni finansijski sistem polako počeo da se karakteriše sve intenzivnijom ulogom finansijskih agenata, odnosno institucionalnih investitora čiji rad nije bio predmet regulacije i nadzora. Ovde se, pre svega, misli na rast broja i finansijske moći savremenih hedž fondova, posebno u poslednje vreme. Najveći ulagači u hedž fondove su velike međunarodne banke koje ih, iako su i same ograničene pravilima i propisima sa ciljem izbegavanja ulaska u rizične transakcije, obilato koriste u vidu svojevrsnog *paravana* za preduzimanje upravo takvih rizičnih operacija.

Osim toga je i trenutni globalni finansijski sistem očigledno visoko centralizovan jer američke finansijske institucije, koje utiču na globalne tokove kapitala, i investicione odluke nekolicine pojedinaca u njima praktično određuju prirodu njegove izloženosti riziku. U takvim okolnostima neregulisani i nekontrolisani finansijski subjekti, koji ostvaruju ogromne profite na visoko špekulativnim ulaganjima, predstavljaju *srž* tog sistema. A kada postoje institucije koje posluju u odsustvu adekvatnog regulatornog nadzora, one po svojoj prirodi ulaze u rizične poslovne operacije. Ako bi odgovarajuće promene u okruženju primorale ove fondove na to da se odreknu dela svoje imovine kako bi izmirili svoje obaveze, namirili potraživanja i zadržali sredstva na ime obaveznih rezervi, cene hartija od vrednosti (HOV) u vlasništvu banaka pokazale bi tendenciju pada, što bi dalje nepovoljno uticalo na imovinski položaj ovih institucionalnih investitora. Dalje, sa finansijskim organizacijama koje pokušavaju da ostvare zaradu na razlici između kamatnih stopa i promenama deviznog kursa, različita tržišta dužničkih, imovinskih i valutnih HOV postaju u sve većoj meri integrisana. Zbog toga i finansijske i ekonomske krize po svom izbijanju ne ostaju samo na nekom od ovih tržišta, već se brzo šire i na druga tržišta, osim u prisustvu intervencija vlade. Konačno se i sam razvoj finansija na gore opisani način *hrani* svojim složenim mehanizmima. Usled toga je teško proceniti stvarni obim izloženosti riziku pojedinačno posmatranih finansijskih institucija. Zaključuje se da unutar kompleksnog finansijskog sveta postoji složena *mreža zapleta*, sa svim finansijskim organizacijama koje su zajednički izložene riziku, ali u različitom stepenu. Ovakva situacija dovodi u pitanje i norme i svrhu **prudencijalnog nadzora (prudential supervision)** poput uobičajenog racia adekvatnosti kapitala, pošto je sada teško stvarno definisati i izmeriti obim kapitala u prisustvu stvaranja takvih *imovinskih piramida*.

Konačno je i sam proces **finansijske konsolidacije (financial consolidation)** značajno povećao sistemske rizike jer je međunarodni finansijski sistem transformisan na način kojim se suštinski povećava

sistemski rizik, čineći i sam sistem sklonijim finansijskim krizama. Centralnu ulogu u ovoj transformaciji imao je i rast finansijske konsolidacije, koja je dovela do koncentracije finansijskih aktivnosti i centralizacije procesa odlučivanja u samo nekoliko ekonomskih organizacija, dok je istovremeno i integrisala razne oblasti finansijske delatnosti sa ciljem obezbeđivanja transparentnosti i sprečavanja *nezdrave* finansijske prakse. Sve ovo bili su faktori neminovnog izbijanja povremenih globalnih ekonomskih i finansijskih kriza koje su uveliko potresle svet. Na ovaj način su počele da se obelodanjuju i loše strane funkcionisanja globalnog finansijskog sistema.

1.3. Nedostaci finansijske liberalizacije

Ekonomске i institucionalne reforme u kombinaciji sa niskom sofisticiranošću finansijskih tržišta učinile su privrede ZUR nešto otpornijim na krize nego što je to ranije bio slučaj. Konvencionalni stavovi o finansijskoj liberalizaciji polaze od pretpostavke da bi zemlje koje imaju velike prilive kapitala iz razvijenih privreda trebalo da imaju razvijena finansijska tržišta, da budu u većoj meri osigurane od spoljnih i agregatnih *šokova* i da bi trebalo da imaju stabilniju potrošnju. Nakon dužničke krize iz 80-tih godina prošlog veka, mnoge privrede zemalja u razvoju okrenule su se ka finansijskoj liberalizaciji smatrajući da će im ona obezbediti brzi rast i razvoj. Međutim, decenijama kasnije se ispostavilo da su efekti ove politike u najboljem slučaju bili pomešani, a često i mali ili čak i negativni. Čini se da se kapital često usmerava u pogrešnom pravcu, čineći i da uticaj ulaganja i rasta nije uvek dovoljno očigledan, dok je i finansijska liberalizacija najverovatnije uticala na rast volatilnosti proizvodnje i potrošnje. Zapravo, efekti finansijske liberalizacije zavise od nivoa privrednog razvoja posmatrane zemlje, od toga da li je ona u dovoljnoj meri razvila svoja finansijska tržišta, kao i od kvaliteta njenih institucija. Finansijska liberalizacija može da utiče i na smanjenje domaćih izvora finansiranja, sa njenim problematičnim efektom na ukupno finansiranje privrednog razvoja (International Growth Centre, 2011).

Istraživanja autora Bronera i Venture (2011, str. 1) ukazuju na to da u zemljama srednjeg nivoa razvoja finansijska liberalizacija dovodi do izvoza kapitala i usporava privredni rast. Sa druge strane, u razvijenim zemljama finansijska liberalizacija može dovesti do uvoza kapitala i viših stopa rasta pod pretpostavkom da postoje optimistična očekivanja. U suprotnom slučaju, ona može dovesti do odliva kapitala i nižih stopa privrednog rasta. Ovi autori se čak zalažu i za izvestan stepen **kontrole kapitala (capital controls)** u uslovima finansijske liberalizacije zbog prevelike sklonosti savremenih zemalja ka zaduživanju u inostranstvu, kao i zbog niskih privatnih podsticaja

za kreditiranje u samoj zemlji. Finansijski sistem zemlje treba da bude prilagođen nivou njenog razvoja, dok je za neke zemlje bolje da odlože svoju finansijsku liberalizaciju da bi omogućile razvoj svojih finansijskih tržišta. Ipak, iako kontrola kapitala može biti poželjna, nju je u realnosti teško ostvariti jer implicira diskriminaciju između stranih i domaćih investitora (Broner & Ventura, 2011, str. 1).

Dakle, postoje i značajni negativni ekonomski i društveni efekti finansijske liberalizacije, koji često mogu biti toliko veliki da znatno prevazilaze njene koristi. Ovo se odnosi kako na funkcionisanje finansijskih tržišta, tako i na samu realnu privredu. U suštini, finansijska liberalizacija stvara izloženost savremenih zemalja sledećim vrstama rizika: a) sklonost ka spoljnim i unutrašnjim finansijskim krizama, b) deflatorni uticaj na realne privredne aktivnosti i smanjenje pristupa preduzeća finansijskim sredstvima i c) pojava negativnih društvenih efekata u vidu gubitka radnih mesta i nestabilnijih finansijskih uslova za većinu stanovništva.

1.3.1. Finansijska krhkost i sklonost ka krizama

Danas je široko prihvaćen stav da finansijska liberalizacija dovodi do *finansijske krhkosti* u zemljama u razvoju, što ih čini podložnim povremenim finansijskim i valutnim krizama. Ovo se odnosi kako na unutrašnje krize funkcionisanja banaka i drugih finansijskih institucija, tako i na valutne krize koje proizilaze iz sve *otvorenijeg* računa kapitala. Poreklo mnogih finansijskih kriza može se pronaći u prelasku na liberalniji i *otvorniji* finansijski režim, jer on može usmeriti finansijski sistem ka loše regulisanim oligopolskim strukturama, sa odgovarajućim rastom finansijske nestabilnosti. Što je veća sloboda ulaganja, uključujući i *osetljive* sektore poput nekretnina i tržišta akcija, to je i veća opasnost od finansijskih neuspeha. Pored toga i pojava takozvanih *finansijskih supermarket* (**financial supermarkets**), odnosno univerzalnih banaka povećava *domino efekte* pojedinačno posmatranih finansijskih neuspeha.

Finansijska tržišta koja su prepuštena sama sebi poznata su kao ona koja su sklona neuspehu jer se odlikuju nedovoljnom kontrolom od strane relevantnih tržišnih učesnika i regulatornih tela. U takvim okolnostima neadekvatan nadzor može dovesti do rizičnih investicionih odluka i zloupotreba od strane upravljačkih struktura akcionarskih kompanija i generalno institucionalnih investitora. Sa druge strane i same finansijske institucije, koje žele da smanje ili izbegnu troškove praćenja relevantnih finansijskih informacija sa tržišta, slede druge, najčešće veće finansijske institucije u njihovim strategijama ulaganja, što u konačnici dovodi do pojave takozvanog *instikta stada* (**herd instinct**) koji je karakterističan za savremene finansijske tržišne učesnike. Ovo ne samo da ograničava pristup

finansijskim sredstvima, već može dovesti i do prekomernog kreditiranja nekih tržišnih subjekata čiji bi neuspeh mogao da uzrokuje sistemske efekte. Ova situacija se dalje može *preliti* i na nepoverenje štediša drugih banaka, što bi moglo da rezultira u masovnom povlačenju njihovih štednih depozita. Pored toga, do **poremećaja (disruptions)** na finansijskom tržištu može doći i zbog toga što tržišni učesnici preuzimaju nepotrebno visoke rizike u svojoj potrazi za visokim prinosima. Naime, pri pozajmljivanju sredstava za ulaganja u akcije ili nekretnine, odobreni krediti mogu biti izuzetno skupi, dok i sama zaduživanja za finansiranje špekulativnih ulaganja mogu izazvati negativne *spiralne* efekte. Međutim, ovakve investicione aktivnosti se i dalje naveliko upražnjavaju u praksi zbog verovanja dužnika u to da će im dugovi biti oprošteni, kao i zbog oslanjanja samih zajmodavaca na podršku vlade u slučaju krize. U krajnjoj instanci, sve ovo *hrani* nezadrživu *spiralu* špekulativnih ulaganja, dovodeći i do *pucanja finansijskog mehura (financial bubble)* i pojave *talasa* bankrotstva banaka.

Još jedan rezultat finansijske liberalizacije na nesavršenim finansijskim tržištima ogleda se i u jačanju **oligopolske moći (oligopolistic power)** kroz udruživanje finansijskih posrednika i nefinansijskih korporacija. Finansijski posrednici koji pripadaju ovim konglomeratima vrše alokaciju kredita u korist svojih partnerskih preduzeća, što nikako nije efikasnije rešenje u odnosu na ono koje bi se desilo u slučaju vladinih politika odobravanja usmerenih i namenskih kredita. Štaviše, dok finansijska liberalizacija podstiče nove oblike štednje, u mnogim slučajevima ne dolazi do rasta ukupnog nivoa domaće štednje, dok rast raspoloživih štednih depozita obično nastaje kao rezultat priliva stranog kapitala. I uprkos kratkim periodima berzanskih *procvata*, obično postoji relativno mala mobilizacija novog kapitala ili kapitala za nove poduhvate. Pored toga, finansijska liberalizacija je često usled porasta priliva kapitala praćena i **velikom deficitom tekućih računa platnog bilansa (current account deficit)**, što predstavlja veliki makroekonomski problem. Ovo dalje znači da svaka zemlja koja ne sprovodi neku vrstu kontrole ili regulacije ulaznih tokova kapitala može biti podložna sličnim problemima. Drugim rečima, u uslovima potpuno slobodnih tokova kapitala i potpuno *otvorenog* pristupa spoljnim izvorima pozajmljivanja, ne može biti razborite i oprezne makroekonomske politike. Sve ovo ukazuje i na besmislenost verovanja u to da će konvertibilnost računa kapitala u kombinaciji sa domaćom prudencijalnom regulativom obezbediti idealni *recept* za takvu nestabilnost na tržištu kapitala. Sa potpuno neobuzdanim tokovima kapitala, zemlja više nije u mogućnosti da kontroliše iznose priliva i odliva kapitala, pri čemu obe ove pojave mogu stvoriti nepoželjne posledice. Konačno, finansijska liberalizacija, njene prateće *fluidne* finansije i veliki prilivi kapitala izazivaju

i aprecijaciju, odnosno jačanje realnog deviznog kursa, a samim tim i promene u realnoj privredi koje su inherentno neodržive sa protokom vremena (Ghosh, 2005, str. 13-17).

1.3.2. Deflacija i razvojni efekti

Najsnažnije kritike finansijske liberalizacije ne odnose se samo na povećani rizik od nastanka finansijskih kriza, već i na opasnost od vođenja deflatorne makroekonomske politike. Naime, potreba za privlačenjem međunarodnog kapitala podrazumeva postojanje ograničenja na mogućnost povećanja poreza, a posebno poreza na profit i kapital. Pri tome, pre ili tokom procesa liberalizacije trgovine već dolazi do smanjenja indirektnih poreskih prihoda poput carina, dok se i učešće naplaćenih poreza u **bruto domaćem proizvodu (gross national product-GDP)** obično smanjuje. Ova situacija dalje nameće ograničenja na javnu potrošnju i javna ulaganja zbog pojave velikog fiskalnog deficita, što se sve može negativno odraziti i na privredni rast.

Takođe ni država ne bi trebalo da finansira deficit svog platnog bilansa iz nekoliko razloga. Najpre, finansiranje deficita može povećati likvidnost finansijskog sistema, a time i izazvati inflatorne pritiske. Pri tome je poznato da inflacija devastira stvarnu vrednost finansijskih sredstava. Drugo, pošto je potrošnja države autonomna po svom karakteru, korišćenje javnog duga za njegovo finansiranje može dovesti do daljeg *spiralnog* rasta zaduživanja i odgovarajućih kamata, tako da je moguće da će vlada u tom slučaju intervenirati na finansijskim tržištima kako bi smanjila kamatne stope, sa njihovim direktnim implikacijama na finansijske prinose. Konačno, pošto finansijski interesi često imaju prioritet nad ulogom tržišta, prisustvo države u ulozi regulatora i njena intervencionistička politika mogu ugroziti ulogu javnih finansija, što je još jedan od razloga zbog kojih bi trebalo smanjivati vladinu kontrolu deficita platnog bilansa.

Ova kretanja dalje utiču na realna ulaganja na dva načina. Prvo, ako **špekulativni mehuri (speculative bubbles)** dovedu do finansijske krize, oni smanjuju likvidnost finansijskog sistema, utiču na rasprodaju imovine i na pojavu deflacije, koja dalje negativno utiče na zapošljavanje i životni standard. Drugo, pošto su produktivna ulaganja u poljoprivredu i proizvodnju ograničena, postoji i granica do koje su zajmodavci uopšte spremni da finansiraju takva ulaganja. I uprkos činjenici da su društveni prinosi od ulaganja u poljoprivredu i proizvodnju viši od prinosa na akcije i nekretnine i uprkos doprinosu koji takva ulaganja mogu dati privrednom rastu i smanjenju siromaštva, krediti po željenoj kamatnoj stopi možda neće biti dostupni.

Zbog toga se u sve većoj meri prepoznaje činjenica da finansijska liberalizacija može da ugrozi finansijska tržišta koja imaju ključni značaj za podsticanje privrednog rasta. Dok je odnos između finansijskog tržišta, finansijskog rasta i ukupnog privrednog razvoja veoma složen, osnovno pitanje finansiranja razvoja svodi se na pitanje mobilizacije ili stvaranja realnih resursa. Starija razvojna literatura razmatra finansije u vidu novca ili finansijske imovine samo kada se prati sposobnost države da oporezuje deo suficita sa ciljem finansiranja svojih razvojnih rashoda, kao i kada se sagledavaju prepreke finansiranju deficita platnog bilansa, s obzirom na njegove moguće inflatorne posledice. Stara paradigma takođe tretira finansijski sektor kao potrebu za njegovim prilagođavanjem zahtevima realnog sektora.

Međutim, u realnom svetu, u uslovima u kojima je finansijski sektor neregulisan ili *pokriven* minimalnom regulacijom, tržišni signali su ti koji određuju alokaciju investicionih resursa, a samim tim i tražnju za alokacijom štednje posredstvom finansijskih organizacija. Ovo dovodi i do toga da je konačna alokacija štednje i ulaganja u privredi određena privatnim, a ne ukupnim društvenim prinosima i interesima. To sve dalje pojačava inherentnu tendenciju tržišta ka usmeravanju kredita na uvezno intenzivne i profitabilne sektore, ali istovremeno na sektore koji nisu od prioritetnog značaja za razvoj date zemlje. Ova kretanja takođe dovode i do koncentracije uloženi sredstava u nekolicini velikih subjekata, kao i do usmeravanja štednje ka već razvijenim centrima privredne aktivnosti. Stoga nestaje društveno poželjna uloga finansijskog posredovanja, dok ove tendencije svakako utiču na radno intenzivne sektore kao što su poljoprivreda ili mala preduzeća, u kojima su transakcioni troškovi pozajmljivanja obično visoki, u kojima postoje brojni rizici i u kojima nije lako obezbediti pokriće za uzimanje kredita.

Finansijska liberalizacija takođe ima negativan uticaj i na srednjoročnu razvojnu strategiju pojedinih privrednih grana, koja se zasniva na odobravanju usmerenih i namenskih kredita kao na dokazano uspešnoj osnovi procesa industrijalizacije mnogih razvijenih zemalja tokom dobrog dela XX veka. Do sada je u velikom broju zemalja u razvoju razvijano finansijsko tržište imajući u vidu njegov značaj za razvoj privrede. Stoga su svojevremeno finansijska tržišta bila stvarana sa ciljem da prevaziđu uobičajene poteškoće povezane sa kasnim ulaskom u neku industrijsku granu, jer su najpre: a) kapitalni zahtevi za ulazak u većinu tadašnjih industrijskih grana bili visoki usled tehnologije koja je u međuvremenu evoluirala u kapitalno-intenzivnom pravcu i jer je b) konkurencija tadašnjih proizvođača podrazumevala da su preduzeća trebalo da se usmere na proizvodnju za zaštićeno domaće tržište ili da dobiju finansijsku podršku

vlade da bi opstala u dugom roku. Stoga ni ne iznenađuje činjenica da je kasnije većina industrijalizovanih zemalja stvorila strogo regulisana, pa čak i preterano kontrolisana finansijska tržišta od strane države sa ciljem mobilisanja štednje u razvojne svrhe. Tadašnje zemlje su ovo sprovodile kroz usmerenu i namensku kreditnu politiku, diferencijalne kamatne stope i subvencionisanjem novih industrijskih grana u obliku dodeljivanja kapitala, odobravanja kredita i niskih kamatnih stopa. Stoga se zaključuje da finansijska liberalizacija degradacijom uloge finansijskog tržišta u privrednom razvoju ugrožava važan instrument diversifikacije strukture proizvodnje i privrednog razvoja (Ghosh, 2005, str. 17-20).

1.4. Ekonomski, finansijski i drugi mehuri

Mehur (bubble) bi najbolje mogao da se opiše kao ekonomski ciklus koji se karakteriše brзом eskalacijom tržišne vrednosti nekog oblika imovine. Ova pojava je često praćena i brzim smanjenjem njegove stvarne, odnosno realne vrednosti ili kontrakcijom tržišta koja se ponekada naziva i **slomom (crash)** ili **pucanjem mehura (bubble burst)**. *Mehur* obično nastaje rastom cena neke vrste imovine koji je vođen eskalacijom tržišne tražnje za njom. Oblik imovine, roba ili sredstva se obično tokom trajanja *mehura* prodaju po ceni koja uveliko nadmašuje njihovu unutrašnju, odnosno realnu vrednost (Kenton, 2022). Drugim rečima, *mehuri* se javljaju onda kada cene nekog sredstva rastu daleko iznad njegove realne vrednosti. Primeri *mehura* uključuju trgovinu nekretninama, akcijama, obveznicama, zlatom i svakom drugom robom koja se javlja kao predmet trgovanja na berzi, finansijskom ili robnom tržištu. Pre ili kasnije, ove visoke cene postaju neodržive, nakon čega sledi period njihovog dramatičnog pada, sve dok se ne spuste na pravu vrednost robe ili imovine ili čak i ispod njene realne vrednosti. Iako se većina ekonomista slaže sa tim da **imovinski mehuri (asset bubbles)** postoje, oni se ne slažu uvek u vezi sa tim kada se i da li se on u datom trenutku zaista i desio. Pri tome, ne postoji definitivno i univerzalno prihvaćeno objašnjenje o načinu nastanka *mehura*, dok se ovi fenomeni obično proučavaju samo retrospektivno, nakon što dođe do velikog pada cena. Postoje brojni faktori, od **lakog novca (easy money)** i **pranja novca (money laundering)**, preko neracionalne eskalacije cena i špekulacija, pa sve do **tržišnih distorzija (market distortions)**, koji mogu imati uticaja na pojavu inflacije cena i *pucanje mehura* (Fontinelle, 2022).

Ekonomski ili privredni mehur (economic bubble) nastaje uvek kada dođe do rasta cene nekog dobra iznad njegove stvarne vrednosti. *Mehuri* se obično pripisuju promeni ponašanja investitora, iako se i dalje vode široke rasprave o uzrocima ove promene u njihovom ponašanju. *Mehuri* u privredi i na tržištima akcija dovode do transfera finansijskih resursa ka oblastima

brzog rasta, dok po njihovom okončanju dolazi do ponovne realokacije, odnosno premeštanja resursa i posledičnog pada cena. Japanska privreda je tokom 80-tih godina prošlog veka doživela ovo iskustvo, nakon delimične deregulacije domaćih banaka. Ovaj potez japanskih vlasti izazvao je ogroman skok cena nekretnina i akcija. Pored ovog, poznat je i primer takozvanog *dot-kom mehura* (dot-com bubble), kao berzanskog *mehura* koji je nastao krajem 90-tih godina prošlog veka i koji je bio izazvan preteranim špekulacijama tadašnjih internet kompanija. Ljudi su tokom *procvata* ovog tržišta kupovali akcije tehnoloških kompanija po visokim cenama, verujući u to da ih mogu prodati po još višoj tržišnoj ceni, sve dok nije došlo do gubitka poverenja i velike korekcije u ponašanju tržišta.

Istraživanje američkog ekonomiste Hajmana P. Minskog (Hyman P. Minsky) pomaže u objašnjavanju razvoja finansijske nestabilnosti, njene veze sa privredom i pruža još jedno objašnjenje osnovnih karakteristika finansijskih kriza. Minski je u svojoj knjizi *Stabilizacija nestabilne privrede* (Stabilizing an Unstable Economy) iz 1986. godine identifikovao pet ključnih faza u jednom tipičnom kreditnom ciklusu. Iako njegove teorije tokom više decenija nisu izazivale mnogo pažnje, kriza drugorazrednih hipotekarnih kredita na američkom tržištu iz 2008. godine obnovila je interesovanje za njegove stavove, koji takođe pomažu u objašnjavanju nekih od obrazaca pojave *mehura*. Minski u objašnjavanju razvojne putanje *pucaња mehura* razlikuje sledećih pet faza (The Decision Lab, 2021):

1. **Širenje** – ova faza započinje onda kada investitori počnu da primećuju nove proizvode, nove tehnologije, nove finansijske instrumente, istorijski posmatrano visoku kamatnu stopu na ulaganja ili nisku kamatnu stopu na uzimanje kredita. Ovo u osnovi može biti bilo šta što privlači njihovu pažnju.
2. **Bum** – kao faza u kojoj počinje rast cena. Pri tome, cene dobijaju još veći zamah uporedo sa ulaskom sve većeg broja investitora na posmatrano tržište, privlačeći i pažnju medija. U ovoj etapi i sve veći broj ljudi počinje sa kupovinom određenog dobra ili imovinskog sredstva u nadi da će ga uspešno preprodati po višoj ceni i po tom osnovu ostvariti profit.
3. **Euforija** – u uslovima kada tržištem zavlada euforija i cene datog dobra naglo skoče, moglo bi se reći da i investitori počinju sa neopreznim ulaganjima. Oni ovde polaze od pretpostavke da se bez obzira na visinu cene nekog dobra uvek može naći zainteresovani kupac.
4. **Prisvajanje profita** – nije uvek lako otkriti momenat kada dolazi do *pucaња mehura*. A kada *mehur* jednom *pukne*, on se svakako ne može ponovo *naduvati* i vratiti privredu ili tržište u pređašnje stanje.

Ali će svaki investitor, koji je u prilici da identifikuje njegove znake ranog upozorenja, ostvariti zaradu trenutnom prodajom svojih pozicija.

5. **Panika** – u ovoj fazi cene imovine menjaju svoj kurs i počinju naglo da padaju, ponekada podjednako brzo kao što su i rasle. Investitori u panici žele da se *otarase* svojih problematičnih imovinskih sredstava po svaku cenu. Cene imovine padaju, dok njena ponuda počinje da prevazilazi tražnju za njom.

1.4.1. Najznačajnije vrste ekonomskih *mehura*

Činjenica je da svaka vrsta imovine koja je predmet kupoprodajnih aktivnosti može da izazove i preraste u svojevrstni *mehur*. Danas smo svedoci globalne špekulativne pomame izazvane pojavom niza različitih i krajnje *egzotičnih* oblika imovine: kriptovalutama, inventivnim finansijskim derivatima, nekretninama, zlatom, pa čak i lukovicama lala. Uopšteno govoreći, *imovinski mehuri* spadaju u jednu od sledeće četiri kategorije ovih tržišnih pojava (Manfull, 2022):

1. ***Berzanski mehuri*** – *imovinski mehuri* koji uključuju trgovinu berzanskom robom, akcijama i drugim finansijskim instrumentima zapravo predstavljaju *berzanske mehure*. U ovom slučaju cene finansijskih instrumenata brzo rastu, često nesrazmerno njihovoj realnoj ili knjigovodstvenoj vrednosti. Ovi *mehuri* obično obuhvataju sve čime može da se trguje na berzi i savremenim finansijskim tržištima, aktivnosti investicionih fondova na robnim tržištima i HOV iz određene industrijske grane ili privrednog sektora kao što je bio slučaj sa internet, odnosno *online* preduzećima koja su krajem 90-tih godina prošlog veka izazvala pojavu takozvanog *dot-kom mehura*.
2. ***Mehuri imovinskog tržišta*** – uključuju trgovinu imovinom u drugim industrijskim granama ili privrednim sektorima, van tržišta akcija i drugih vrsta HOV. Tržište nekretnina predstavlja klasičan primer *imovinskih mehura*. Pored toga bi i rast vrednosti valuta, bilo tradicionalnih poput američkog dolara ili evropskog eura, bilo kriptovaluta poput Bitkoina (Bitcoin), takođe mogao da se svrsta u ovu kategoriju *mehura*.
3. ***Kreditni mehuri*** – *kreditni mehuri* obuhvataju iznenadni rast cena potrošačkih ili poslovnih kredita, dužničkih finansijskih instrumenata i drugih vrsta kredita. Konkretni primeri imovine koja može biti *pogođena* ovom vrstom *mehura* uključuju korporativne i državne

obveznice, studentske kredite, hipotekarne zajmove i druge vrste kredita.

4. **Robni mehuri** – ovi *mehuri* se uglavnom javljaju na robnim tržištima i uključuju rast cena robe kojom se trguje, tvrdih materijala, sirovina i proizvodnih sredstava kao što su zlato, sirova nafta, industrijski metali, energenti ili poljoprivredni usevi.

1.4.2. Najznačajniji primeri ekonomskih mehura

Iako su relativno nedavno izbila dva veoma važna *mehura* vezana za rad *online* preduzeća i Globalnu finansijsku krizu iz 2007. i 2008. godine, njihova istorija datira još iz XVII veka, kada se dogodio prvi zabeleženi *špekulativni mehur* koji predstavlja ilustrativni primer *kraha* tržišta i koji je primenjiv i na sadašnja vremena (Kenton, 2022).

Manija za tulipanima – iako na prvi pogled može izgledati apsurdno da bi jedan cvet mogao da uruši čitavu privredu, ovo se upravo dogodilo u Holandiji u prvoj polovini XVII veka. U svojim počecima trgovina lukovicama lala počela je kranje spontano. Jedan holandski botaničar je sa svog putovanja u Carigrad doneo lukovice lala koje je zasadio za svrhu svojih naučnih istraživanja. U međuvremenu su mu komšije ukrade zasade i počele su da ih prodaju na tržištu. Lale su ubrzo postale toliko popularne da su bogati ljudi počeli da prikupljaju neke od njihovih retkih sorti u vidu luksuznih dobara. Uporedo sa rastom tražnje za njima, došlo je i do rasta cena lala, pri čemu su neke njihove retke sorte dostigle astronomske cene. Lukovice lala su u međuvremenu počele da se razmenjuju za sve što je do tada imalo funkciju čuvara vrednosti, uključujući i kuće i zemljište. *Tulipomanija* u Holandiji je na svom vrhuncu izazvala takvu pomamu da se bogatstvo sticalo preko noći. Došlo je i do stvaranja svojevrsnog **tržišta fjučersa (futures market)**, na kojem su lale bile kupovane i prodavane putem ugovora i bez isporuke i koje je podstaklo eskalaciju špekulativnih cena. Međutim, *mehur* je *pukao* u onom trenutku u kojem je jedan prodavac ugovorio veliku kupovinu lala sa svojim kupcem i u kojem se kupac nije pojavio. Tada je postalo jasno da je rast cena tulipana bio neodrživ. Ovo je dalje stvorilo paniku koja se proširila na celu Evropu, smanjujući vrednost svake lukovice lala na sićušni deo njene donedavne cene. Holandske vlasti su intervenisale na tržištu da bi smirile paniku, dok su na kraju mnogi i bogati i neupućeni ljudi izgubili svoje pozamašno bogatstvo.

Dot-kom mehur – za ovaj *mehur* bio je karakterističan rast cena firmi na tržištu kapitala, koji je bio podstaknut ulaganjima u internet kompanije i kompanije koje su se zasnivale na tadašnjim savremenim tehnologijama. *Dot-kom mehur* bio je izazvan kombinacijom špekulativnih ulaganja i

preobiljem rizičnog kapitala koji je bio ulagan u tehnološke *startup* kompanije. Konkretnije, investitori su tokom 90-tih godina prošlog veka počeli obilato da ulažu svoj novac u tehnološke *startup* kompanije, sa velikom nadom u to da se radi o profitabilnim investicijama. Uporedo sa napretkom tadašnjih tehnologija i komercijalizacijom samog interneta, *startup* kompanije iz internet i tehnološkog sektora podstakle su nalet cena na berzi koji je počeo 1995. godine. Posledični *mehur* bio je formiran od jeftinog novca i *lakog* kapitala (easy capital). Pri tome su mnoge od ovih kompanija jedva ostvarivale izvesni profit ili čak stvarale neki značajniji proizvod. Bez obzira na to, one su ipak na berzi objavljivale svoje inicijalne javne ponude (initial public offerings-IPOs). Usled toga su i cene njihovih akcija zabeležile nezapamćeno visoke vrednosti, što je dalje izazvalo pravu pomamu među zainteresovanim investitorima. Ali, kako je tržište dostizalo svoj vrhunac, nastala je i panika među ulagačima. Kapital, koji je nekada bio obilato dostupan, počeo je da *presušuje*, dok su kompanije sa milionskom tržišnom kapitalizacijom praktično preko noći postajale bezvredne. Tako je na samom kraju 2001. godine veliki broj *dot-kom* kompanija završio sa svojim radom.

Američki stambeni mehur – ovde se radi o *mehuru* na američkom tržištu nekretnina koji je početkom ovog veka ugrozio više od polovine stanovnika i poslovnih entiteta iz Sjedinjenih Američkih Država (SAD). Ovaj *mehur* se delimično pojavio i kao rezultat prethodnog *dot-kom mehura*. Uporedo sa devastacijom tržišta, tržišne vrednosti nekretnina počele su naglo da rastu, dok je istovremeno došlo i do rasta tražnje za nekretninama koja je doživela svoje alarmantno visoke nivoe. Pri tome su kamatne stope počele naglo da opadaju i stambeni krediti su postajali sve jeftiniji i dostupniji široj javnosti, dovodeći do toga da je praktično svako mogao da postane vlasnik nekretnine. Banke su smanjivale svoje kreditne zahteve i počele su da snižavaju svoje kamatne stope. U takvim okolnostima su i hipotekarni krediti sa prilagodljivom kamatnom stopom (adjustable-rate mortgages-ARMs) postali izuzetno popularni, sa malim početnim stopama i opcijama refinansiranja duga u roku od tri do pet godina. Mnogi ljudi su počeli naveliko da kupuju kuće i stanove, dok su neki od njih imali nameru da ih preprodaju sa ciljem sticanja profita. Ali, kada su berzanski indeksi ponovo počeli da rastu, kamatne stope su takođe doživele svoj rast. U slučaju vlasnika nekretnina kupljenih putem hipotekarnih kredita sa prilagodljivom kamatnom stopom, to je podrazumevalo skuplje refinansiranje njihovih kredita po višim kamatnim stopama. Vrednost ovih nekretnina je usled toga naglo skočila, što je pokrenulo i *talas* rasprodaje hipotekarnih hartija od vrednosti (mortgage-backed securities-MBSs). Na kraju je ova situacija

uslovila pojavu neizmirenih hipotekarnih kredita u milionskim iznosima, kao i *krah* američkog tržišta hipotekarnih kredita.

1.5. Globalizacija i finansijska integracija

Nedavni *talas* finansijske globalizacije iz sredine 80-tih godina XX veka bio je obeležen rastom **tokova kapitala (capital flows)** kako između razvijenih industrijskih zemalja, tako i između razvijenih i zemalja u razvoju. Iako su prilivi kapitala u nekim ZUR bili povezani sa visokim stopama rasta, jedan deo njih je takođe s vremena na vreme doživljavao i *krah* svojih privreda, kao i velike finansijske krize koje su izazvale značajne makroekonomske i društvene troškove. Kao rezultat toga, pojavila se intenzivna rasprava u akademskim i političkim krugovima o efektima finansijske integracije na privredu u razvoju. Pri tome veliki prilivi kapitala mogu doneti značajne koristi privredama zemalja u razvoju, ali ako se njima ne upravlja na adekvatan način oni mogu podstaći pojavu *pregrevanja* njihovih privreda, povećati nestabilnost deviznog kursa i na kraju dovesti i do njihovih velikih odliva (Lopez-Mejia, 1999). Za svaku zemlju je poželjno da ima privredu koja raste po održivoj stopi. Međutim, ponekada privreda može i prebrzo da raste. U stručnoj literaturi ovu pojavu nazivamo ***pregrevanjem* privrede (overheating of economy)**. *Pregrevanje* nastaje onda kada privreda pri svom rastu dostigne granice svojih kapaciteta za zadovoljavanje potreba pojedinaca, preduzeća i vlade (Central Bank of Ireland, 2023).

Pojmovi finansijske globalizacije i finansijske integracije u suštini predstavljaju različite koncepte. **Finansijska globalizacija (financial globalization)** je zbirni pojam koji se odnosi na uopšteni rast globalnih veza stvorenih putem unakrsnih i prekograničnih finansijskih tokova. Sa druge strane, pojam **finansijske integracije (financial integration)** se radije odnosi na povezanost pojedinačno posmatrane zemlje sa međunarodnim tržištima kapitala. Jasno je da između ovih koncepata postoji uzajamna veza jer rastuću finansijsku globalizaciju prati i rast finansijske integracije. Takođe je moguće napraviti jasnu razliku između ***de jure* finansijske integracije** koja je povezana sa politikama liberalizacije platnobilansnog računa kapitala i ***de facto* finansijske integracije** pod kojom se podrazumevaju stvarni tokovi kapitala neke zemlje. Na primer, ima zemalja koje su zvanično nametnule ograničenja na prekogranične tokove kapitala sa ciljem zaštite svojih finansijskih tokova i tržišta, a koje se u suštini mogu smatrati *otvorenim* za realne prekogranične kapitalne tokove s obzirom na njihov obim i intenzitet. Sa druge strane, ima i zemalja koje su uvele malo formalnih ograničenja na transakcije na računu kapitala, ali koje nisu uspele da privuku značajnije tokove kapitala (Prasad i dr., 2003).

Trgovinska *otvorenost* (**trade openness**) može se najjednostavnije opisati kao inicijativa globalne ekonomske zajednice za integracijom savremenih privreda različitog oblika i nivoa razvijenosti. Ovaj proces zapravo predstavlja *srž* savremenog **procesa globalizacije (globalization)** koja je omogućila slobodan protok roba, usluga, ljudi, kapitala, informacija, tehnologija, različitih oblika intelektualne svojine, proizvodnog *know-how-a* i drugih faktora proizvodnje. Globalizacija je prirodno bila praćena i slobodnim protokom finansijskog kapitala u formi **stranih direktnih ulaganja (foreign direct investment-FDI)** i **stranih portfolio ulaganja (foreign portfolio investment)**, čiju kombinaciju takođe nazivamo **finansijskom integracijom**. Primarni cilj procesa globalizacije i finansijske integracije bio je da se podstakne rast globalne privrede, kao i privredni rast pojedinačno posmatranih zemalja (Chandra & Chandra, 2019, str. 19). Istraživanja mnogih autora ukazuju na to da razvoj finansijske integracije i globalizacije dovodi do makroekonomske stabilnosti, viših stopa privrednog rasta, kao i do smanjenja rizika od ozbiljnijeg pada realnih privrednih aktivnosti. Zbog toga se može reći da se finansijska integracija, globalizacija i privredni rast javljaju kao komplementarni procesi (De Nicolò & Juvenal, 2014, str. 65).

1.5.1. Karakteristike globalnih tokova kapitala

Postoji nekoliko važnih karakteristika globalnih tokova kapitala. Prvo, od početka 90-tih godina XX veka obim prekograničnih tokova kapitala značajno je porastao, sa njihovim izraženim rastom i kretanjem iz razvijenih u zemlje u razvoju. Drugo, impozantan rast međunarodnih tokova kapitala u ZUR javio se kao rezultat delovanja kako takozvanih **faktora povlačenja (pull factors)**, tako i **faktora guranja (push factors)**. *Faktori povlačenja* proizilaze iz promena u ekonomskoj politici i drugih aspekata *otvaranja* zemalja u razvoju koji uključuju liberalizaciju platnobilansnog računa kapitala i domaćih finansijskih tržišta, kao i sprovođenje reformi i programa privatizacije. Nasuprot njima, *faktori guranja* obuhvataju karakteristike poslovnog ciklusa i promene makroekonomske politike u razvijenim zemljama sveta. Dugoročno posmatrano, *faktori guranja* uključuju rast značaja institucionalnih investitora u razvijenim zemljama i demografske promene poput relativnog starenja stanovništva. Važnost ovih faktora ukazuje na to da je, bez obzira na povremene globalne privredne krize, u protekle tri decenije došlo do rasta globalnih tokova kapitala u ZUR. Treće, još jedna bitna karakteristika međunarodnih tokova kapitala ogleda se u razlici u volatilnosti, odnosno nestalnosti njihovih komponenti. Preciznije rečeno, **bankarski krediti (bank borrowing)** i **investicioni portfolio tokovi (investment portfolio flows)** pokazali su daleko veću volatilnost od **stranih direktnih investicija (SDI)**. Iako nije uvek lako izvršiti preciznu

klasifikaciju tokova kapitala, iskustva ukazuju na to da njihove komponente, odnosno sastav može imati značajan uticaj podložnost i *ranjivost* zemlje na finansijske krize (Prasad i dr., 2003).

1.5.2. Uzroci i posledice tokova kapitala

Devedesete godine XX veka ostaće zapamćene po značajnom rastu neto tokova kapitala, koji je uglavnom bio usmeravan ka zemljama Azije i Južne Amerike. U međuvremenu je od izbijanja krize javnog duga iz 1982. godine došlo i do promene njihove strukture i sektorskih odredišta. Dok su tokom 70-tih godina prošlog veka dominirale bankarske pozajmice namenjene javnom sektoru, tokom 90-tih godina trgovina obveznicama, SDI i portfolio ulaganja preuzimaju primat, sa dominantnom ulogom privatnog sektora u najvećem delu spoljnog zaduživanja. Pojačano interesovanje stranih ulagača za neke ZUR dovelo je i do rasta njihove integracije u **globalni finansijski sistem (global financial system)**, što je dalje donelo koristi i tim zemljama i samoj globalnoj privredi. Međutim, kao što smo videli, veliki prilivi kapitala mogu izazvati i neke negativne efekte poput *pregrevanja* privrede, nestabilnog deviznog kursa, odliva kapitala iz zemlje zbog promena u očekivanim prinosima, efekta ponašanja *gomile* ili instinkta *stada* i efekta *prelivanja* krize. Da bi rešili ove probleme, kreatori ekonomske politike pribegavali su kombinaciji raznih mera anticikličnih i strukturnih politika, kao i drugim merama sa ciljem smanjenja neto priliva kapitala, uticanja na promenu njegovog sastava i ročnosti i smanjenja njegove volatilnosti.

Kao što je već rečeno, tokom 90-tih godina prošlog veka dolazilo je do velikog priliva stranog privatnog kapitala na tržišta ZUR, koji se *duguje* delovanju kako unutrašnjih, tako i spoljnih faktora. **Unutrašnji faktori (internal factors)** su smanjili rizik na privatna ulaganja za strane ulagače, uglavnom kroz delovanje tri glavna kanala. Prvi kanal se odnosio na poboljšanu kreditnu sposobnost koja je nastala kao posledica uspešnog restrukturiranja spoljnog duga u mnogim ZUR. Drugi kanal se ogledao u rastu produktivnosti zahvaljujući sprovedenim strukturnim reformama, uspešnim programima stabilizacije i uspostavljenim poverenjem u makroekonomski sistem. Konačno, treći kanal bio je podstaknut usvajanjem režima fiksnog deviznog kursa od strane nekih ZUR koje su postajale sve privlačnije za investitore zahvaljujući prenošenju rizika ulaganja sa samih ulagača na vladu zemlje domaćina.

Eksterni faktori (external factors) su takođe odigrali značajnu ulogu u prilivu privatnog kapitala u ZUR. Ovde se pre svega misli na delovanje strukturnih spoljnih sila i na pad realnih globalnih kamatnih stopa koji je naveo mnoge investitore na ulaganja u tržišta u nastajanju i razvoju. Strukturne spoljne sile počele su da deluju u onom trenutku kada je privatni

kapital pokazao motivaciju i interesovanje za mogućnosti prekograničnih ulaganja. Prvo, pad komunikacionih troškova, rast konkurencije i rast troškova proizvodnje na domaćim tržištima naveli su mnoge firme iz razvijenih zemalja na premeštanje svoje proizvodnje u inostranstvo sa ciljem povećanja svoje poslovne efikasnosti i profita. Drugo, i sami institucionalni investitori postajali su sve spremniji za ulaganja u ZUR zbog viših dugoročnih očekivanih stopa prinosa, širih mogućnosti za diversifikaciju rizika usled produblivanja i proširivanja tržišta finansijskih instrumenata i većih mogućnosti ulaganja usled liberalizacije računa kapitala ZUR. Međutim, sa rastom značaja tokova privatnog kapitala za privrede ZUR, pokazale su se i neke od njihovih mana.

Tako su tokom 90-tih godina nastajali i veliki preokreti u tokovima kapitala, izazvani nedovoljnim poverenjem u domaću makroekonomsku politiku, špekulativnim napadima na valute i krizom platnog bilansa. Krize platnog bilansa takođe mogu proisteći i iz finansijske *ranjivosti* ili drugih faktora koji čine makroekonomsku politiku manje kredibilnom. Na primer, ako je bankarski sektor neke zemlje slab, njene vlasti će možda radije smanjiti nego povećati kamatne stope. Štaviše, u takvim okolnostima i ročnost i valutni sastav obaveza države u odnosu na njenu imovinu dobijaju na posebnom značaju. U stvari, čak i ako je javni sektor neke zemlje solventan, on može biti podložan kratkoročnim krizama likvidnosti ako poverioci ne žele da refinansiraju kratkoročne obaveze vlade. Konačno, za razumevanje nestabilnosti međunarodnih tržišta kapitala važna je i uloga *prelivanja* krize.

Sa rastom integrisanosti zemalja u globalnu privredu i asimetričnosti tržišnih informacija, raste i opasnost od pojave efekata *prelivanja* krize. U takvim uslovima efekti *prelivanja* povezani sa privatnim kapitalom nastaju kroz delovanje većeg broja kanala. Najpre, trgovinski aranžmani i pritisci na devizni kurs mogu povećati volatilnost poslovanja i uzrokovati *prelivanje* krize. Zatim, i krah valute jedne zemlje može da promeni percepciju investitora o ekonomskim prilikama u drugim zemljama. Činjenica je i da među savremenim zemljama postoje jake finansijske veze, dok i samo slično ponašanje institucionalnih investitora može izazvati iste rezultate u potpuno drugačijim privredama. Pored već pomenutog *pregrevanja* privrede, priliv kapitala ima i svoj uticaj na finansijski i realni sektor, posebno u periodu nakon finansijske krize. U ovom slučaju dolazi do makroekonomskih distorzija, ali i pomeranja date ZUR sa definisane razvojne putanje u pravcu naglog opadanja realnih aktivnosti. Konkretnije rečeno, privredni ciklusi perioda *procvata* i kontrakcije mogu biti pojačani rigidnošću cena i plata, asimetričnošću informacija sa finansijskih tržišta, neadekvatnim nadzorom i regulacijom finansijskih institucija i plitkim i nerazvijenim tržištima kapitala.

Uprkos svemu, praksa ukazuje na to da su neke zemlje ipak uspele da izbegnu većinu znakova makroekonomskog *pregrevavanja*, kao i da su mnoge od njih u međuvremenu ojačale svoje finansijske sisteme, ukazujući i na činjenicu da koristi od neto priliva kapitala ipak nadmašuju njegove nedostatke (Lopez-Mejia, 1999).

1.6. Globalizacija i međunarodne investicije

Kao što je već poznato, **globalizacija** je dovela do intenzivnije međusobne povezanosti ljudi i poslovnih entiteta širom sveta, razvijajući napredne tehnologije, snižavajući troškove komunikacije i povećavajući svest o mogućnostima poslovanja i u udaljenim krajevima naše planete. Globalizacija ujedno podrazumeva i način na koji savremene kompanije razvijaju svoje međunarodno prisustvo, obavljajući svoje poslovne aktivnosti u većem broju različitih zemalja. Uspon globalizacije je takođe uslovio i veću povezanost globalnih finansijskih tržišta i poslovnih aktivnosti, utičući i na pojavu novih investicionih mogućnosti. Danas sve veći broj investitora ima nove mogućnosti ulaganja i proučavanja novih tržišta, dok se pojavljuju i nove, potencijalne prilike za ostvarivanje profita zahvaljujući izuzetno razvijenim informaciono-komunikacionim tehnologijama (IKT). Zemlje danas takođe imaju mogućnost i da ulaze u razne oblike ekonomske integracije kroz rast ulaganja i međusobnih trgovinskih tokova. Proizvodi i usluge, koji su ranije bili dostupni samo na tržištu jedne zemlje, sada sa lakoćom prelaze nacionalne granice i stižu do novih tržišta, što sve dovodi do povećanja mogućnosti za privredni razvoj i rasta životnog standarda. Ova kretanja takođe donose i širok *spektar* investicionih mogućnosti, kao i nove načine za sticanje profita. Na taj način, investitori danas mogu ulagati u globalna tržišta kupovinom akcija i drugih vlasničkih HOV raznih kompanija širom sveta (Hall, 2022).

Jedna od direktnih posledica procesa globalizacije ogleda se u težnji većine savremenih preduzeća ka ostvarivanju konkurentske prednosti, proširujući svoje poslovne performanse van lokalnih tržišta i matičnih zemalja. Međutim, ostvarivanje konkurentske prednosti često zahteva i nabavku jeftinijih resursa i angažovanje radne snage iz drugih zemalja, zbog čega se visoko konkurentne globalne kompanije u sve većoj meri ne usmeravaju samo ka novim kupcima i tržištima, već i ka novim poslovnim lokacijama i partnerima za nove poslovne poduhvate. Pored toga je globalizacija uslovlila i pojavu *talasa* međunarodnih ulaganja, olakšavajući ulaganja tržišnih subjekata u nove inostrane kompanije, industrijske grane i finansijske instrumente. Tržišni učesnici danas kupuju akcije raznih kompanija, ulažu u **zajedničke**, tj. **uzajamne fondove (mutual funds)**,

kupuju robu kojom se trguje na berzi, pa čak i državne depozitne certifikate kako bi stekli pristup vlasničkim HOV međunarodnih kompanija.

Globalizacija takođe povećava i ulaganja međunarodnog kapitala. Vremenom sve opisane prakse mogu rezultirati i u kulturnoj asimilaciji između savremenih zemalja, kao i u sve povezanim privredama koje se karakterišu zajedničkim interesima i izazovima. U tom smislu između globalizacije i međunarodnih ulaganja postoji uzročno-posledična veza, uporedo sa aktivnostima kompanija koje delujući na međunarodnom planu povećavaju svoja međunarodna ulaganja iz obostranog interesa, ali i potrebe za opstankom na visoko konkurentnom globalnom tržištu. Globalne kompanije danas ostvaruju koristi od razlike u cenama i od prakse arbitraže na različitim tržištima robe, usluga i rada. Ovaj proces primorava međusobno povezane privrede na to da ulažu jedne u druge kako bi se zaštitile i zarađivale profit. Ovi procesi nezadrživo *uvlače* sve veći broj privreda u proces globalizacije i dodatno utiču na rast međunarodnih ulaganja.

Međutim, kada zemlje zajednički teže ka tome da iskoriste mogućnosti globalizacije, zahtevi novih privrednih aktivnosti izazivaju i neizbežne društvene promene koje podstiču njihov dalji razvoj i koje ih pripremaju na bolju i efikasniju realizaciju industrijskih aktivnosti. Na taj način društva postepeno prerastaju u razvijene nacije uporedo sa privlačenjem investicionih aktivnosti dovoljnog broja kompanija da bi se pokrenule društvene i ekonomske promene, inače neophodne za stvaranje moderne industrijalizovane privrede. Ovaj proces se takođe javlja kao rezultat međunarodnih ulaganja. Drugim rečima, konkurentna priroda procesa globalizacije na kraju ostvaruje i svoj društveni i ekonomski uticaj koji usmerava privrede ka daljoj potrazi za investicijama i većom privrednom aktivnošću (Hall, 2022).

Ključni pojmovi

finansijska liberalizacija zemlje u razvoju (ZUR) liberalizacija privrede globalna konkurentnost <i>otvaranje</i> privrede i tržišta profit štednja i investiranje kontrola privrede slobodan protok kapitala finansijska tržišta politički rizik	regulatorna kontrola finansijske inovacije liberalizam i neoliberalizam privatizacija diversifikacija investicionih portfelja <i>poslovna klima</i> strani kapital deregulacija protekcioniistička trgovinska politika instrumenti finansijskog tržišta poslovno poverenje
---	--

hartije od vrednosti (HOV) zemlje sa tržištima u nastajanju finansijska kriza rizici poslovanja bankarske i finansijske institucije sekjuritizacija prekogranični tokovi kapitala globalizacija globalni finansijski sistem špekulacije finansijska stabilnost globalni kapital zaštita od rizika međunarodne banke kamatne stope integracija tržišta prudencijalni nadzor privredni <i>šokovi</i> kvalitet institucija <i>finansijska krhkost</i> finansijski režim <i>instinkt stada</i> <i>pucanje mehura</i> usmereni i namenski krediti deflacija inflacija <i>privredni mehuri</i> <i>finansijski mehuri</i> <i>laki novac</i> <i>dot-kom mehur</i> američki <i>stambeni mehur</i> finansijska integracija <i>pregrevanje</i> privrede strana direktna ulaganja globalni tokovi kapitala <i>faktori guranja</i> uzajamni fondovi	diversifikacija imovine privredni rast finansijske reforme regulatorni nadzor konkurencija međunarodna likvidnost finansijska integracija globalna privreda institucionalni investitori preuzimanje rizika međunarodna finansijska likvidnost finansijski derivati hedž fondovi izloženost riziku devizni kursevi <i>prelivanje</i> krize finansijska konsolidacija dužnička kriza kontola kapitala deficit platnog bilansa <i>finansijski supermarketi</i> tržišni poremećaji oligopolska moć makroekonomska politika bruto domaći proizvod (BDP) <i>špekulativni mehuri</i> <i>imovinski mehuri</i> <i>pranje novca</i> <i>manija</i> za tulipanima <i>startup</i> kompanije finansijska globalizacija prilivi kapitala trgovinska <i>otvorenost</i> strana portfolio ulaganja <i>faktori povlačenja</i> kriza platnog bilansa
--	---

Pitanja za proveru znanja

1. Opišite finansijsku liberalizaciju i njene efekte.
2. Šta je ekonomska liberalizacija i kakav je njen uticaj?
3. Koje su ključne prednosti finansijske liberalizacije?

4. Kakav je uticaj finansijske liberalizacije na pojavu moguće finansijske krize?
5. Objasnite konkretnije doprinose finansijske liberalizacije privrednom razvoju zemlje.
6. Kakva je trenutna uloga međunarodnih finansija i globalnih tokova kapitala?
7. Kakav je uticaj špekulativnih aktivnosti na nastanak finansijske krize?
8. Zbog čega je aktuelni međunarodni finansijski sistem sklon finansijskim krizama?
9. Koje negativne efekte finansijske liberalizacije poznajete?
10. Od čega sve zavise konačni efekti finansijske liberalizacije?
11. U čemu se ogleda značaj regulacije i nadzora nad funkcionisanjem finansijskih institucija?
12. Koje su konkretne makroekonomske posledice procesa finansijske liberalizacije?
13. Kakve su posledice fiskalnog deficita po privredni rast?
14. Šta je ekonomski *mehur* i kako on nastaje?
15. Šta je *slom*, odnosno *pucanje mehura*?
16. Koje razvojne faze nastanka i *pucanja mehura* poznajete?
17. Koje sve vrste *mehura* poznajete?
18. Koji su najznačajniji istorijski primeri ekonomskih *mehura*?
19. Na koji je način globalizacija uticala na finansijsku integraciju?
20. Objasnite fenomen *pregrevanja* privrede.
21. Koja je razlika između finansijske globalizacije i finansijske integracije?
22. Kako biste opisali pojam trgovinske *otvorenosti*?
23. Definišite pojam finansijske integracije.
24. Šta sve karakteriše globalne tokove kapitala?
25. Koji su uzroci i posledice savremenih tokova kapitala?
26. Koje najznačajnije unutrašnje i spoljne faktore priliva stranog kapitala poznajete?
27. Zbog čega dolazi do pojave efekata *prelivanja* krize?
28. Kakva je veza između globalizacije i međunarodnih ulaganja?
29. Kakve su finansijske posledice procesa globalizacije?

Literatura

1. Broner, Fernando, Ventura, Jaume, (2011), *Rethinking the Effects of Financial Liberalization*, Policy brief no. 4005, March 2011, International Growth Centre, London.

2. Central Bank of Ireland, (2023), *What does overheating mean?*, dostupno na internet strani <https://www.centralbank.ie/consumer-hub/explainers/what-does-overheating-in-the-economy-mean> (pristupljeno 14.04.2023. godine).
3. Chandra, Das R., Chandra, Gosh B., (2019), "Globalization, Financial Integration, and Growth: Any Linkage So Far for Brazil, China, and India?", Bhattacharyya, R. (Ed.), *The Gains and Pains of Financial Integration and Trade Liberalization*, Emerald Publishing Limited, Bingley, pp. 19-31. <https://doi.org/10.1108/978-1-78973-999-220191007>
4. Cubillas, Elena, González, Francisco, (2012), *Financial liberalization and bank risk-taking: International evidence*, Colegio Universitario de Estudios Financieros, Madrid, Spain.
5. De Nicolò, Gianni, Juvenal, Luciana, (2014), "Financial integration, globalization, and real activity", *Journal of Financial Stability*, Volume 10, February 2014, pp. 65-75. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.04.004>
6. Fontinelle, Amy, (2022), "What Causes Bubbles?", *Investopedia*, July 19, 2022, članak dostupan na internet strani <https://www.investopedia.com/financial-edge/0911/what-causes-bubbles.aspx#:~:text=A%20bubble%20is%20an%20economic,when%20the%20bubble%20is%20burst>. (pristupljeno 13.04.2023. godine).
7. Ghosh, Jayati, (2005), "Economic and social effects of financial liberalization", Preliminary draft, *DESA Development Forum on Integrating Economic and Social Policies to Achieve the UN Development Agenda*, New York, March 14-15 2005, članak dostupan na internet strani <https://www.un.org/en/ecosoc/meetings/2005/docs/Ghosh%202.pdf> (pristupljeno 10.04.2023. godine).
8. Hall, Mary, (2022), "Globalization and International Investment", *Investopedia*, September 30, 2022, članak dostupan na internet strani <https://www.investopedia.com/ask/answers/022615/what-effect-has-globalization-had-international-investments.asp> (pristupljeno 14.04.2023. godine).
9. International Growth Centre, (2011), *Rethinking the Effects of Financial Liberalization*, Project, IGC, London School of Economics and University of Oxford, London, dostupno na internet strani <https://www.theigc.org/collections/rethinking-effects-financial-liberalization> (pristupljeno 12.04.2023. godine).
10. Kenton, Will, (2022), "What Is an Economic Bubble and How Does It Work, With Examples", *Investopedia*, April 3, 2022, članak

- dostupan na internet strani
<https://www.investopedia.com/terms/b/bubble.asp> (pristupljeno 13.04.2023. godine).
11. Lopez-Mejia, Alejandro, (1999), "Large Capital Flows: Causes, Consequences, and Policy Responses", *Finance and Development*, Volume 36, Number 3, September 1999, International Monetary Fund, Washington D. C.
 12. Manfull, Quinlyn, (2022), "5 Stages of an Asset Bubble", *Masterworks*, August 30, 2022, dostupno na internet strani <https://insights.masterworks.com/finance/5-stages-of-an-asset-bubble/> (pristupljeno 14.04.2023. godine).
 13. Moyo, Clement, Le Roux, Pierre, (2020), "Financial liberalisation, financial development and financial crises in SADC countries", *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 12, No. 4, pp. 477-494. <https://doi.org/10.1108/JFEP-07-2018-0102>
 14. Nguyen, Joseph, (2021), "5 Economic Effects of Country Liberalization", *Investopedia*, July 26, 2021, članak dostupan na internet strani <https://www.investopedia.com/articles/economics/11/economic-benefits-country-liberalization.asp> (pristupljeno 10.04.2023. godine).
 15. Patnaik, Prabhat, (2011), "The Meaning of Financial Liberalisation", *MOnline*, Jun 4, 2011, članak dostupan na internet strani <https://mronline.org/2011/06/04/the-meaning-of-financial-liberalisation/> (pristupljeno 10.04.2023. godine).
 16. Prasad, Eswar S., Rogoff, Kenneth, Wei, Shang-Jin, Kose, Ayan M., (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, Occasional Paper, September 9, 2003, International Monetary Fund, Washington D. C.
 17. The Decision Lab, (2021), *Economic Bubble*, dostupno na internet strani <https://thedecisionlab.com/reference-guide/economics/economic-bubble> (pristupljeno 13.04.2023. godine).

O autorkama knjige



Lidija Madžar je rođena u Beogradu gde je završila Desetu beogradsku gimnaziju „Mihajlo Pupin“ i diplomirala na Fakultetu za trgovinu i bankarstvo „Janićije i Danica Karić“, na Univerzitetu Braća Karić u Beogradu. Diplomom o stečenom zvanju magistra nauka stekla je 2008. godine na Fakultetu za ekonomiju, finansije i administraciju iz Beograda, odbranom magistarske teze pod nazivom „Nove tendencije u regionalnoj politici Evropske unije“. Na istom Fakultetu je 2011. godine odbranila i doktorsku disertaciju pod nazivom „Integracija Srbije u Evropsku uniju kao faktor podsticanja politike konkurencije“.

Autorka radi kao vanredni profesor na Fakultetu za finansije, bankarstvo i reviziju Univerziteta Alfa BK iz Beograda, na kojem predaje grupu osnovnih ekonomskih i finansijskih predmeta. Lidija Madžar je objavila preko 65 autorskih naučnih i stručnih članaka i preko 15 koautorskih radova u časopisima od međunarodnog i nacionalnog značaja, kao i u zbornicima radova sa brojnih domaćih i međunarodnih naučnih skupova. Autorka je i Glavni i odgovorni urednik časopisa *Glasnik za društvene nauke* Univerziteta Alfa BK, dok je angažovana i kao aktivni recenzent u mnogim domaćim i međunarodnim časopisima poput časopisa *Revizor*, *Open Science Journal*, *Environment, Development and Sustainability* i *Vesnik*. Autorka je i član Naučnog odbora tradicionalnih međunarodnih konferencija Fakulteta za finansije, bankarstvo i reviziju Alfa BK Univerziteta *Covid-19 and the Challenges of the Business World* i *Challenges of Digitalization in the Business World*, a obavlja i funkciju rukovodioca studijskog programa Master akademske studije Trgovina. Lidija Madžar je predsednica Komisije za samovrednovanje Alfa BK univerziteta, a i aktivni je član Naučnog društva ekonomista Srbije i Društva ekonomista iz Beograda. Govori engleski i mađarski, a služi se i francuskim jezikom.



Suzana Balaban rođena je 1983. godine u Novom Sadu. Završila je srednju stručnu školu „dr Radivoj Uvalić“ u Bačkoj Palanci, gde je određeno vreme bila angažovana kao nastavnik ekonomske grupe predmeta. Diplomom o stečenom visokom obrazovanju stekla je na Ekonomskom fakultetu u Subotici, Univerziteta u Novom Sadu. Na istom Fakultetu odbranila je doktorsku disertaciju pod nazivom „Uticaj volatilnosti realnog deviznog kursa na priliv stranih direktnih investicija u zemlje Zapadnog

Balkana“ marta 2019. godine.

Autorka je objavila preko 20 naučnih i stručnih radova u naučnim časopisima od međunarodnog značaja i u vodećim nacionalnim časopisima. Recenzentkinja je u nekoliko naučnih časopisa od međunarodnog i nacionalnog značaja poput *Agricultural Economics*, *International Journal of Finance and Economics*, *Quarterly Review of Economics and Finance*, *Zbornik radova ekonomskog fakulteta u Rijeci* i *European Journal of Management and Business Economics*. Učesnica je velikog broja međunarodnih konferencija, kao što su *International Conference on Applied Economics* u Perudi, *Annual Conference on Marketing and Business Strategy for Central & Eastern Europe* u Beču, *International Conference for Entrepreneurship, Innovation and Regional Development* u Istanbulu, i mnogih drugih, kao i članica naučnih odbora nekoliko međunarodnih konferencija. Članica je uredništva i stalni recenzent časopisa *Glasnik za društvene nauke*, a od marta 2023. članica je i uređivačkog odbora časopisa *Ecologica*. 2020. godine birana je u zvanje docenta na Fakultetu za finansije, bankarstvo i reviziju, Alfa BK Univerziteta u Beogradu iz uže naučne oblasti: Opšta ekonomija i Finansije i bankarstvo, gde, između ostalog, obavlja i funkciju rukovodioca studijskog programa i članica je Veća za posle-diplomske studije.



Milica Simić je rođena u Kragujevcu 1986. godine. Autorka je završila osnovne studije na Fakultetu za trgovinu i bankarstvo Alfa Univerziteta u Beogradu na smeru računovodstvo i revizija gde je stekla zvanje Diplomirani ekonomista. Milica Simić je dalje završila master studije na Fakultetu za finansije, bankarstvo i reviziju na Alfa BK Univerzitetu u Beogradu na smeru Trgovina, sa prosečnom ocenom 9,33, gde je odbranom svog master rada stekla zvanje Master ekonomista. Doktorske akademske studije završila je takođe na Fakultetu za finansije, bankarstvo i reviziju Alfa BK Univerziteta u Beogradu na smeru Međunarodna trgovina i biznis sa prosečnom ocenom 9,66, čime je stekla zvanje Doktora ekonomskih nauka.

Autorka je u periodu od 2014. do 2021. godine bila angažovana na Alfa BK Univerzitetu u zvanju asistenta i saradnika u nastavi, da bi od 2021. godine bila zaposlena u zvanju docenta za užu naučnu oblast Ekonomija, finansije i računovodstvo. Na Univerzitetu je između ostalog radila i kao saradnik Studentske službe, a bila je i koordinator za master i doktorske studije i član akreditacionog tima. Milica Simić je objavila veći broj naučnih i stručnih

radova iz oblasti međunarodne trgovine u naučnim časopisima od međunarodnog i nacionalnog značaja, a član je i uredništva časopisa Alfa BK Univerziteta *Glasnik za društvene nauke*, kao i Naučnog odbora međunarodnih konferencija *Covid-19 and the Challenges of the Business World* i *Challenges of Digitalization in the Business World*. Obavlja funkciju Generalnog menadžera i Prorektora za finansije Alfa BK Univerziteta, kao i dekana i rukovodioca studijskog programa na Fakultetu za finansije, bankarstvo i reviziju Alfa BK Univerziteta.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

338.23:336.74(075.8)
339(100)(075.8)

МАЏАР, Лидија, 1976-

Finansijski i monetarni aspekti međunarodne ekonomije / Lidija Madžar, Suzana Balaban, Milica Simić. – Beograd: Alfa BK univerzitet, 2023 (Beograd: 3D+). – 224 str.: ilustr.: 24 cm

Slike autorki. – Tiraž 300. – О ауторкама књиге: str. 221-223. – Napomene i bibliografske reference uz tekst. – Bibliografija uz svako poglavlje.

ISBN 978-86-6461-063-6

- а) Међународне финансије
- б) Монетарна политика
- в) Монетарна анализа

COBISS.SR-ID 119275785